



Pengaruh Sentimen Investor terhadap Return Saham di Pasar Modal Indonesia

The Influence of Investor Sentiment on Stock Returns in the Indonesian Capital Market

Muammar Khaddafi¹, Azizah Muhshana Siregar², Lisa Nurhasanah³, Halimah⁴

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Malikussaleh

E-mail: khaddafi@unimal.ac.id¹, azizah.230420135@mhs.unimal.ac.id², lisa.23042029@mhs.unimal.ac.id³, halimah.230420006@mhs.unimal.ac.id⁴

Article Info

Article history:

Received : 04-07-2026

Revised : 06-07-2026

Accepted : 08-07-2026

Published : 10-07-2026

Abstract

Capital market behavior cannot always be fully explained by classical finance theory, which assumes that investors act rationally and that stock prices always reflect all available information. In practice, investment decisions are often influenced by collective psychological factors known as investor sentiment, defined as investors' beliefs about market prospects that are not entirely grounded in fundamental information. This article aims to examine in depth how investor sentiment affects stock returns in the Indonesian capital market through a library research approach that synthesizes various prior empirical studies using market-based proxies such as trading volume, put-call ratio, consumer confidence index, and other indirect proxies. The synthesis indicates that investor sentiment generally influences the movement of stock returns and volatility on the Indonesia Stock Exchange, although the direction and strength of the effect vary depending on the proxy used, the observation period, and the characteristics of the stocks studied, such as firm size, liquidity, and speculative intensity. Investor sentiment tends to have a stronger effect on stocks that are difficult to arbitrage and have highly subjective valuations, consistent with behavioral finance theory. This study also finds that investor sentiment more consistently affects volatility than the direction of returns themselves. The implications of this study are important for investors in formulating investment strategies that consider the psychological dimension of the market, for investment managers in portfolio management, and for regulators in maintaining capital market stability through education and information transparency. Future research is recommended to develop a composite investor sentiment index specifically constructed from Indonesian capital market data to produce more accurate and representative measurements.

Keywords: *investor sentiment; stock return; Indonesian capital market*

Abstrak

Perilaku pasar modal tidak selalu dapat dijelaskan sepenuhnya oleh teori keuangan klasik yang berasumsi bahwa investor bertindak rasional dan harga saham selalu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Dalam praktiknya, keputusan investasi sering dipengaruhi oleh faktor psikologis kolektif yang dikenal sebagai sentimen investor, yaitu keyakinan investor terhadap prospek pasar yang tidak sepenuhnya didasarkan pada informasi fundamental. Artikel ini bertujuan mengkaji secara mendalam bagaimana sentimen investor memengaruhi return saham di pasar modal Indonesia melalui pendekatan studi kepustakaan (library research) atas berbagai penelitian empiris terdahulu, baik yang menggunakan proksi berbasis pasar seperti volume perdagangan, rasio put-call, indeks kepercayaan konsumen, maupun proksi tidak langsung lainnya. Hasil sintesis menunjukkan bahwa sentimen investor secara umum memiliki pengaruh terhadap pergerakan return dan volatilitas saham di Bursa Efek Indonesia, meskipun arah dan kekuatan pengaruhnya bervariasi tergantung pada proksi yang digunakan, periode pengamatan, serta karakteristik saham yang diteliti, seperti ukuran perusahaan, likuiditas, dan intensitas spekulasi. Sentimen investor cenderung memiliki pengaruh yang lebih kuat pada saham yang sulit di arbitrase dan memiliki valuasi yang sangat subjektif, sesuai dengan teori keuangan perilaku. Studi ini juga menemukan bahwa sentimen investor lebih konsisten memengaruhi volatilitas daripada arah return itu sendiri. Implikasi dari studi ini penting bagi investor dalam merumuskan strategi investasi yang mempertimbangkan dimensi psikologis pasar, bagi manajer investasi dalam manajemen portofolio, dan bagi regulator dalam menjaga stabilitas pasar modal melalui edukasi dan transparansi informasi. Penelitian masa depan disarankan untuk mengembangkan indeks sentimen investor komposit yang secara spesifik dibangun dari data pasar modal Indonesia untuk menghasilkan pengukuran yang lebih akurat dan representatif.



karakteristik saham yang diteliti (misalnya ukuran perusahaan, likuiditas, dan tingkat spekulasi). Sentimen investor cenderung berpengaruh lebih kuat pada saham-saham yang sulit di arbitrasi dan memiliki valuasi subjektif tinggi, sejalan dengan teori perilaku keuangan (behavioral finance). Studi ini juga menemukan bahwa sentimen investor lebih konsisten memengaruhi volatilitas dibandingkan arah return itu sendiri. Implikasi dari kajian ini penting bagi investor dalam menyusun strategi investasi yang mempertimbangkan aspek psikologis pasar, bagi manajer investasi dalam pengelolaan portofolio, serta bagi regulator dalam menjaga stabilitas pasar modal melalui edukasi dan transparansi informasi. Penelitian mendatang disarankan untuk mengembangkan indeks sentimen investor komposit yang khusus dibangun dari data pasar modal Indonesia agar hasil pengukuran lebih akurat dan representatif.

Kata Kunci: sentimen investor; return saham; pasar modal Indonesia

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran strategis sebagai sarana mobilisasi dana jangka panjang dari pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) kepada pihak yang membutuhkan dana (emiten), sekaligus sebagai sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan instrumen lainnya. Perkembangan pasar modal Indonesia dalam satu dekade terakhir menunjukkan tren yang positif, ditandai dengan meningkatnya jumlah investor domestik, kapitalisasi pasar, serta frekuensi perdagangan harian di Bursa Efek Indonesia (BEI). Peningkatan partisipasi investor ritel, khususnya generasi muda, turut mendorong dinamika baru dalam pergerakan harga saham yang tidak selalu dapat dijelaskan oleh faktor fundamental semata.

Secara teoretis, teori pasar efisien (Efficient Market Hypothesis/EMH) yang dikemukakan oleh Fama menyatakan bahwa harga saham senantiasa mencerminkan seluruh informasi yang tersedia sehingga investor tidak dapat memperoleh return abnormal secara konsisten. Namun, berbagai anomali pasar yang terjadi berulang kali seperti gelembung harga (bubble), koreksi pasar yang berlebihan (overreaction), serta pergerakan harga yang tidak sejalan dengan kinerja fundamental perusahaan mengindikasikan bahwa faktor psikologis turut berperan penting dalam pembentukan harga saham. Kondisi ini melahirkan cabang ilmu keuangan perilaku (behavioral finance) yang berupaya menjelaskan fenomena pasar melalui pendekatan psikologi kognitif dan sosial, salah satunya melalui konsep sentimen investor (investor sentiment).

Sentimen investor didefinisikan sebagai keyakinan investor terhadap arus kas masa depan dan risiko investasi yang tidak sepenuhnya dapat dijustifikasi oleh fakta yang ada saat ini. Sentimen ini dapat bersifat optimis (bullish) maupun pesimis (bearish), dan cenderung menyebar secara kolektif di antara pelaku pasar melalui mekanisme perdagangan, media massa, maupun interaksi sosial. Baker dan Wurgler mengemukakan bahwa gelombang sentimen investor memberikan dampak yang lebih besar terhadap saham-saham yang valuasinya bersifat subjektif dan sulit di arbitrasi, seperti saham perusahaan kecil, saham dengan volatilitas tinggi, saham yang belum menghasilkan laba, serta saham pertumbuhan ekstrem.

Di pasar modal Indonesia, fenomena sentimen investor menjadi semakin relevan untuk dikaji mengingat struktur investor yang didominasi oleh investor ritel dengan tingkat literasi keuangan yang beragam, tingginya eksposur informasi melalui media sosial dan platform trading digital, serta karakteristik pasar negara berkembang (emerging market) yang cenderung lebih rentan terhadap gejolak sentimen dibandingkan pasar negara maju. Berbagai peristiwa seperti pandemi COVID-19, gejolak geopolitik global, perubahan kebijakan suku bunga, hingga fenomena saham-saham tertentu yang mengalami lonjakan harga tidak wajar (fenomena 'saham gorengan') menjadi



bukti empiris bahwa sentimen pasar dapat memberikan pengaruh signifikan terhadap pergerakan return saham di luar faktor fundamental perusahaan.

Beberapa penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan antara sentimen investor dan return saham di pasar modal Indonesia dengan hasil yang beragam. Sebagian penelitian menemukan pengaruh positif dan signifikan antara sentimen investor dengan return maupun volatilitas pasar, sementara penelitian lain menemukan bahwa pengaruh sentimen investor lebih dominan terhadap volatilitas dibandingkan terhadap arah return itu sendiri. Perbedaan hasil ini dapat disebabkan oleh perbedaan proksi pengukuran sentimen investor, periode data yang digunakan, metode analisis, serta cakupan sampel penelitian (pasar agregat maupun sektor tertentu). Kondisi inilah yang mendorong perlunya kajian yang lebih komprehensif untuk mensintesis temuan-temuan tersebut guna memperoleh pemahaman yang lebih utuh mengenai fenomena sentimen investor di pasar modal Indonesia.

Berdasarkan uraian tersebut, artikel ini disusun dengan tujuan: (1) menganalisis konsep dan berbagai proksi pengukuran sentimen investor yang relevan dengan konteks pasar modal Indonesia; (2) mensintesis hasil-hasil penelitian empiris terdahulu mengenai pengaruh sentimen investor terhadap return dan volatilitas saham di Indonesia; dan (3) merumuskan implikasi teoretis dan praktis bagi investor, manajer investasi, serta regulator pasar modal dalam menghadapi dinamika sentimen pasar.

KAJIAN PUSTAKA DAN KERANGKA TEORETIS

Teori Pasar Efisien dan Kritik Keuangan Perilaku

Teori pasar efisien mengasumsikan bahwa investor bersifat rasional dan bahwa arbitrase akan segera mengoreksi setiap penyimpangan harga dari nilai fundamentalnya. Namun, De Long, Shleifer, Summers, dan Waldmann mengembangkan model noise trader risk yang menunjukkan bahwa keberadaan investor non-rasional (noise trader) yang berdagang berdasarkan sentimen, dikombinasikan dengan keterbatasan arbitrase (limits to arbitrage), dapat menyebabkan harga aset menyimpang dari nilai fundamentalnya dalam jangka waktu tertentu. Risiko sentimen ini membuat arbitrase menjadi berisiko bagi investor rasional sehingga penyimpangan harga tidak selalu segera terkoreksi.

Shiller melalui konsep irrational exuberance turut menegaskan bahwa gelombang optimisme maupun pesimisme kolektif dapat mendorong harga aset bergerak jauh melampaui nilai wajarnya, sebagaimana tampak pada berbagai gelembung harga aset sepanjang sejarah pasar keuangan global. Pandangan ini memperkuat argumen bahwa faktor psikologis dan sosial merupakan determinan penting dalam pembentukan harga di pasar modal, bukan semata-mata cerminan dari informasi fundamental.

Konsep Sentimen Investor

Nofsinger mendefinisikan sentimen investor sebagai kecenderungan kolektif investor untuk berspekulasi, yang tercermin dari optimisme atau pesimisme terhadap kondisi pasar secara umum. Baker dan Wurgler memformalkan konsep tersebut sebagai keyakinan investor mengenai arus kas masa depan dan risiko investasi yang tidak dapat dijustifikasi sepenuhnya oleh informasi yang tersedia. Karena sentimen bersifat tidak dapat diobservasi secara langsung, para peneliti menggunakan berbagai proksi baik yang bersifat langsung (survei kepercayaan investor, indeks



berita, analisis sentimen media sosial) maupun tidak langsung (volume perdagangan, rasio put-call, tingkat diskon reksa dana tertutup, jumlah dan initial return penawaran umum perdana/IPO, proporsi saham baru yang diterbitkan, serta rasio saham naik-turun/advance-decline ratio).

Di pasar modal Indonesia, proksi yang paling umum digunakan dalam penelitian empiris adalah volume perdagangan saham dan indeks harga saham gabungan (IHSG) sebagai indikator agregat, mengingat keterbatasan ketersediaan data survei sentimen investor yang terstandardisasi. Beberapa penelitian juga mulai menggunakan pendekatan komposit melalui analisis komponen utama (Principal Component Analysis) untuk menggabungkan beberapa proksi sekaligus menjadi satu indeks sentimen yang lebih representatif.

Return dan Volatilitas Saham

Return saham merupakan hasil yang diperoleh investor dari kegiatan investasi, yang dapat berupa capital gain/loss dari selisih harga jual dan harga beli maupun dividen yang dibagikan perusahaan. Return dapat dibedakan menjadi return realisasi (realized return) yang dihitung berdasarkan data historis, dan return ekspektasi (expected return) yang merupakan estimasi return yang diharapkan investor di masa mendatang. Sementara itu, volatilitas return menggambarkan tingkat fluktuasi harga saham dalam periode tertentu dan menjadi indikator penting bagi risiko investasi. Semakin tinggi volatilitas suatu saham, semakin besar pula ketidakpastian return yang akan diperoleh investor.

Sintesis Penelitian Terdahulu

Penelitian Baker dan Wurgler menjadi salah satu rujukan utama dalam literatur sentimen investor global. Studi tersebut menemukan bahwa ketika sentimen investor berada pada level rendah di awal periode, return selanjutnya cenderung lebih tinggi pada saham-saham kecil, saham muda, saham dengan volatilitas tinggi, saham yang belum profitabel, saham yang tidak membagikan dividen, serta saham pertumbuhan ekstrem. Sebaliknya, ketika sentimen tinggi, kategori saham tersebut cenderung menghasilkan return yang relatif lebih rendah pada periode berikutnya. Wang, Su, dan Duxbury juga menemukan bukti global bahwa sentimen investor berhubungan dengan pergerakan return saham di berbagai pasar modal dunia, dengan kekuatan pengaruh yang bervariasi antarnegara.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, Angraini, Hutasoit, dan Ugut meneliti pengaruh sentimen investor dan faktor fundamental makroekonomi terhadap excess return pasar saham dengan menggunakan proksi volume perdagangan, advance-decline ratio, market turnover, dan share turnover yang dianalisis melalui pendekatan Analisis Komponen Utama dan model GARCH. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa sentimen investor berpengaruh positif terhadap excess return pasar, yang berarti peningkatan sentimen investor cenderung diikuti oleh peningkatan excess return, dan sebaliknya.

Sementara itu, penelitian berbasis Vector Auto Regression (VAR) yang menggunakan volume perdagangan IHSG sebagai proksi sentimen investor menemukan hasil yang sedikit berbeda, yaitu sentimen investor tidak berpengaruh signifikan terhadap arah return, tetapi berpengaruh signifikan terhadap volatilitas return pada tingkat signifikansi 10 persen. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Chan dan Fong pada pasar saham Amerika Serikat yang menunjukkan bahwa volume perdagangan berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham,



serta memperkuat argumen bahwa sentimen investor lebih banyak berperan dalam membentuk ketidakpastian (volatilitas) dibandingkan menentukan arah pergerakan harga secara konsisten.

Temuan serupa juga dikemukakan oleh Qatrunnada dalam penelitian terhadap perusahaan-perusahaan indeks LQ45 periode 2017–2021, yang menggunakan rasio aktivitas perdagangan sebagai proksi sentimen investor. Hasil regresi berganda dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa sentimen investor memiliki koefisien regresi positif dan signifikan terhadap volatilitas return saham, sejalan dengan temuan Rupande, Muguto, dan Muzindutsi pada Bursa Efek Johannesburg yang juga menunjukkan hubungan positif antara sentimen investor dan volatilitas return saham melalui mekanisme kebisingan aktivitas perdagangan (trading noise).

Sumani, Sandroto, dan Mula dalam kajian mengenai perilaku investor di pasar modal Indonesia turut menegaskan bahwa investor Indonesia, khususnya investor individu, cenderung menunjukkan perilaku bias seperti herding (mengikuti keputusan investor lain), overconfidence, dan disposition effect, yang keseluruhannya berkontribusi terhadap terbentuknya sentimen kolektif di pasar. Perilaku-perilaku ini memperkuat argumen bahwa sentimen investor bukan sekadar konstruksi teoretis, melainkan fenomena nyata yang tampak dari pola perdagangan investor Indonesia sehari-hari, khususnya pada masa peningkatan ketidakpastian ekonomi seperti pandemi COVID-19 dan krisis keuangan global.

Secara keseluruhan, hasil sintesis dari berbagai penelitian menunjukkan pola yang cukup konsisten: (1) sentimen investor memiliki pengaruh terhadap dinamika pasar modal Indonesia, baik terhadap return maupun volatilitas; (2) pengaruh sentimen investor terhadap volatilitas cenderung lebih konsisten dan lebih kuat dibandingkan pengaruhnya terhadap arah return; dan (3) besarnya pengaruh sentimen investor bergantung pada proksi pengukuran, periode data, serta karakteristik saham yang diteliti.

Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kajian teoretis dan sintesis penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dalam kajian ini menempatkan sentimen investor sebagai variabel yang memengaruhi return dan volatilitas saham melalui dua jalur utama. Pertama, jalur langsung melalui aktivitas perdagangan noise trader yang mendorong harga saham menyimpang dari nilai fundamentalnya. Kedua, jalur tidak langsung melalui interaksi sentimen dengan faktor fundamental makroekonomi seperti nilai tukar, suku bunga, dan indeks pasar global, yang bersama-sama membentuk persepsi risiko dan ekspektasi return investor. Kerangka ini konsisten dengan pendekatan yang digunakan oleh sebagian besar penelitian terdahulu yang menempatkan sentimen investor sebagai variabel independen dan return atau volatilitas saham sebagai variabel dependen, dengan variabel kontrol berupa faktor fundamental perusahaan maupun makroekonomi.

METODE PENELITIAN

Kajian ini menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif melalui metode studi kepustakaan (library research), yaitu metode yang bertujuan mengumpulkan, menelaah, dan mensintesis berbagai sumber literatur ilmiah yang relevan dengan topik sentimen investor dan return saham di pasar modal Indonesia. Pemilihan metode ini didasarkan pada tujuan kajian yang bersifat sintesis-konseptual, yakni merangkum dan mengintegrasikan temuan dari berbagai penelitian empiris



terdahulu untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai fenomena yang diteliti, bukan menghasilkan data primer baru.

Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam kajian ini bersumber dari data sekunder berupa artikel jurnal ilmiah nasional dan internasional, prosiding, buku teks keuangan, serta publikasi resmi lembaga terkait pasar modal. Penelusuran literatur dilakukan melalui basis data akademik seperti Google Scholar, Scientific and Academic Publications (SINTA/Garuda), ScienceDirect, SSRN, ResearchGate, serta repositori institusi perguruan tinggi di Indonesia. Kata kunci yang digunakan dalam penelusuran meliputi kombinasi istilah 'sentimen investor', 'investor sentiment', 'return saham', 'stock return', 'pasar modal Indonesia', 'Indonesia Stock Exchange', 'volatilitas', dan 'behavioral finance'.

Kriteria Seleksi Literatur

Kriteria inklusi yang digunakan dalam pemilihan literatur meliputi: (1) artikel membahas secara langsung hubungan antara sentimen investor dengan return dan/atau volatilitas saham; (2) merupakan artikel jurnal terindeks nasional (SINTA) maupun internasional bereputasi, buku teks keuangan/investasi yang diakui secara akademik, atau publikasi resmi lembaga otoritas pasar modal; (3) diprioritaskan pada publikasi sepuluh tahun terakhir untuk menjaga relevansi temuan, dengan pengecualian pada literatur seminal (rujukan teori dasar) yang tetap relevan meskipun diterbitkan lebih lama; dan (4) memiliki kejelasan metodologi penelitian sehingga temuan dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah. Sementara itu, kriteria eksklusi mencakup artikel yang tidak dapat diakses secara penuh (tidak tersedia teks lengkap), artikel non-ilmiah seperti opini populer tanpa dasar akademik, serta artikel yang tidak relevan secara tematik meskipun menggunakan kata kunci yang serupa.

Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan melalui teknik analisis isi (content analysis) dan sintesis naratif (narrative synthesis) terhadap literatur yang telah diseleksi. Tahapan analisis meliputi: (1) reduksi data, yaitu mengidentifikasi informasi inti dari setiap literatur terkait variabel, proksi pengukuran, metode analisis, sampel, dan temuan utama; (2) kategorisasi, yaitu mengelompokkan temuan berdasarkan tema seperti pengaruh sentimen terhadap return, pengaruh sentimen terhadap volatilitas, serta proksi pengukuran sentimen yang digunakan; (3) sintesis, yaitu mengintegrasikan temuan dari berbagai literatur untuk mengidentifikasi pola, konsistensi, maupun perbedaan hasil penelitian; dan (4) interpretasi, yaitu menafsirkan hasil sintesis dalam kerangka teori pasar efisien dan keuangan perilaku untuk merumuskan simpulan serta implikasi kajian.

Untuk menjaga kredibilitas hasil kajian, penulis melakukan triangulasi sumber dengan membandingkan temuan dari berbagai jenis literatur (jurnal empiris, buku teks, dan studi kasus) serta memperhatikan konsistensi metodologis antarpelitian, seperti jenis data yang digunakan (data harian, bulanan, atau tahunan), periode pengamatan, serta teknik analisis statistik (regresi linier berganda, Vector Auto Regression, model GARCH, dan lain-lain), sehingga perbedaan hasil antarpelitian dapat dijelaskan secara proporsional dan tidak disimpulkan secara generalisasi berlebihan.



HASIL DAN PEMBAHASAN

Karakteristik Umum Proksi Sentimen Investor di Pasar Modal Indonesia

Hasil penelusuran literatur menunjukkan bahwa proksi sentimen investor yang paling banyak digunakan dalam penelitian pasar modal Indonesia adalah proksi berbasis aktivitas perdagangan, yaitu volume perdagangan saham dan rasio aktivitas perdagangan (jumlah saham yang diperdagangkan dibagi jumlah saham beredar). Proksi ini dipilih karena ketersediaan datanya yang luas dan dapat diakses secara harian melalui data resmi Bursa Efek Indonesia, sehingga lebih praktis digunakan dibandingkan proksi berbasis survei yang memerlukan pengumpulan data primer secara berkala. Selain volume perdagangan, proksi lain yang digunakan meliputi advance-decline ratio, market turnover, share turnover, serta pendekatan komposit melalui analisis komponen utama yang menggabungkan beberapa indikator pasar sekaligus.

Penggunaan proksi berbasis pasar ini memiliki kelebihan berupa objektivitas data dan minimnya bias subjektif dari responden, namun di sisi lain memiliki keterbatasan karena tidak sepenuhnya dapat memisahkan pengaruh sentimen murni dari faktor fundamental lain yang turut memengaruhi volume perdagangan, seperti pengumuman kinerja keuangan perusahaan atau kebijakan korporasi. Oleh karena itu, sebagian peneliti menggabungkan beberapa proksi sekaligus melalui pendekatan komposit guna memperoleh ukuran sentimen yang lebih murni dan representatif.

Pengaruh Sentimen Investor terhadap Return Saham

Sintesis temuan menunjukkan hasil yang tidak sepenuhnya seragam mengenai pengaruh sentimen investor terhadap arah return saham di pasar modal Indonesia. Penelitian yang menggunakan pendekatan analisis komponen utama dan model GARCH pada data pasar agregat menemukan bahwa sentimen investor berpengaruh positif dan signifikan terhadap excess return pasar, yang mengindikasikan bahwa peningkatan optimisme investor secara kolektif turut mendorong kenaikan return pasar secara keseluruhan, dan sebaliknya penurunan sentimen investor diikuti oleh penurunan return.

Sebaliknya, penelitian lain yang menggunakan pendekatan Vector Auto Regression dengan proksi volume perdagangan IHSRG menemukan bahwa sentimen investor tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap arah return saham. Perbedaan hasil ini dapat dijelaskan oleh beberapa faktor, antara lain perbedaan proksi pengukuran sentimen (proksi komposit versus proksi tunggal), perbedaan periode data yang digunakan (data pada masa krisis atau volatilitas tinggi cenderung menunjukkan hubungan yang lebih kuat), serta perbedaan model ekonometrika yang digunakan dalam menangkap dinamika hubungan antarvariabel dari waktu ke waktu.

Konsisten dengan proposisi Baker dan Wurgler, temuan lintas-negara oleh Wang, Su, dan Duxbury juga menunjukkan bahwa kekuatan hubungan antara sentimen investor dan return saham cenderung lebih besar pada pasar negara berkembang dengan struktur investor ritel yang dominan, tingkat literasi keuangan yang lebih rendah, serta keterbatasan mekanisme arbitrase, karakteristik yang secara umum juga melekat pada pasar modal Indonesia. Hal ini memperkuat argumen bahwa meskipun hasil penelitian pada level saham individual maupun periode tertentu dapat bervariasi, secara struktural pasar modal Indonesia memiliki kerentanan yang relatif tinggi terhadap fluktuasi sentimen investor dibandingkan pasar negara maju.



Pengaruh Sentimen Investor terhadap Volatilitas Return Saham

Berbeda dengan hasil yang beragam pada arah return, sintesis literatur menunjukkan pola yang jauh lebih konsisten pada hubungan antara sentimen investor dan volatilitas return saham. Sebagian besar penelitian, baik yang menggunakan proksi volume perdagangan pada tingkat pasar agregat maupun pada tingkat perusahaan (misalnya pada indeks LQ45), secara konsisten menemukan pengaruh positif dan signifikan antara sentimen investor dan volatilitas return saham. Peningkatan volume perdagangan sebagai indikator meningkatnya aktivitas sentimen investor cenderung diikuti oleh peningkatan fluktuasi harga saham.

Konsistensi temuan ini juga didukung oleh penelitian pada pasar modal negara berkembang lain, seperti pada Bursa Efek Johannesburg, yang menunjukkan bahwa sentimen investor memengaruhi volatilitas melalui mekanisme kebisingan aktivitas perdagangan (trading noise), di mana peningkatan volume perdagangan yang didorong oleh sentimen investor memperkuat volatilitas return. Fenomena ini sejalan dengan temuan klasik Chan dan Fong pada pasar Amerika Serikat yang menunjukkan hubungan positif antara ukuran perdagangan (trade size), ketidakseimbangan order (order imbalance), dan volatilitas harga.

Secara teoretis, konsistensi hubungan sentimen investor dengan volatilitas dapat dijelaskan melalui perspektif noise trader risk, di mana kehadiran investor non-rasional yang berdagang berdasarkan sentimen menciptakan ketidakpastian tambahan mengenai arah pergerakan harga di masa depan. Ketidakpastian ini menyulitkan investor rasional untuk melakukan arbitrase secara optimal, sehingga volatilitas harga saham cenderung meningkat seiring dengan meningkatnya intensitas perdagangan berbasis sentimen, terlepas dari apakah sentimen tersebut bersifat optimis maupun pesimis.

Peran Karakteristik Saham dalam Memoderasi Pengaruh Sentimen

Temuan dari berbagai literatur juga menunjukkan bahwa kekuatan pengaruh sentimen investor terhadap return dan volatilitas saham tidak bersifat seragam pada seluruh jenis saham, melainkan dimoderasi oleh karakteristik saham tertentu. Sejalan dengan proposisi Baker dan Wurgler, saham-saham dengan valuasi subjektif tinggi dan sulit diarbitrase, seperti saham perusahaan kecil, saham dengan volatilitas historis tinggi, saham yang belum menghasilkan laba secara konsisten, serta saham dengan tingkat spekulasi tinggi, cenderung menunjukkan sensitivitas yang lebih besar terhadap perubahan sentimen investor dibandingkan saham-saham blue chip dengan fundamental yang lebih stabil dan tingkat likuiditas tinggi.

Fenomena ini relevan dengan kondisi pasar modal Indonesia, di mana terdapat kelompok saham dengan kapitalisasi pasar kecil hingga menengah yang kerap mengalami lonjakan harga tidak wajar dalam waktu singkat, sebagaimana banyak disorot dalam pemberitaan mengenai fenomena 'saham gorengan'. Pola pergerakan harga pada kelompok saham tersebut secara empiris lebih banyak didorong oleh aktivitas spekulatif dan sentimen investor jangka pendek dibandingkan oleh perubahan fundamental yang signifikan, sehingga rentan terhadap koreksi harga yang tajam ketika sentimen berbalik arah.

Implikasi bagi Investor, Manajer Investasi, dan Regulator

Bagi investor individu, temuan-temuan tersebut menegaskan pentingnya memahami bahwa pergerakan harga saham dalam jangka pendek tidak selalu mencerminkan perubahan fundamental



perusahaan, melainkan dapat dipengaruhi oleh gelombang sentimen pasar yang bersifat sementara. Oleh karena itu, strategi investasi yang mengandalkan analisis fundamental dalam jangka panjang, disertai kewaspadaan terhadap indikator sentimen pasar seperti volume perdagangan dan volatilitas jangka pendek, dapat membantu investor menghindari keputusan investasi yang didasarkan pada euforia atau kepanikan pasar sesaat.

Bagi manajer investasi dan pengelola portofolio, pemahaman mengenai pengaruh sentimen investor terhadap volatilitas dapat dimanfaatkan dalam strategi manajemen risiko, misalnya melalui penyesuaian bobot portofolio pada saham-saham yang sensitif terhadap sentimen ketika terjadi lonjakan volume perdagangan yang tidak wajar, maupun dalam pengembangan model peramalan volatilitas yang mengintegrasikan indikator sentimen sebagai variabel tambahan di luar faktor fundamental dan makroekonomi konvensional.

Bagi regulator dan otoritas pasar modal, temuan mengenai kerentanan pasar modal Indonesia terhadap fluktuasi sentimen investor, khususnya pada saham-saham dengan kapitalisasi kecil dan tingkat spekulasi tinggi, mengindikasikan pentingnya penguatan edukasi literasi keuangan bagi investor ritel, pengawasan yang lebih ketat terhadap pola perdagangan yang mengindikasikan manipulasi pasar, serta transparansi informasi emiten guna mengurangi asimetri informasi yang dapat memperbesar dampak negatif dari sentimen investor yang berlebihan terhadap stabilitas pasar.

Keterbatasan Temuan dalam Literatur yang Dikaji

Beberapa keterbatasan turut ditemukan dalam literatur yang dikaji. Pertama, mayoritas penelitian menggunakan proksi tidak langsung (indirect proxy) seperti volume perdagangan yang berpotensi menangkap faktor lain di luar sentimen murni, sehingga interpretasi hasil perlu dilakukan secara hati-hati. Kedua, sebagian besar penelitian menggunakan periode pengamatan yang relatif terbatas (kurang dari sepuluh tahun) sehingga generalisasi hasil pada kondisi pasar yang berbeda, seperti masa krisis dibandingkan masa normal, perlu dilakukan dengan kehati-hatian. Ketiga, belum banyak penelitian yang mengembangkan indeks sentimen investor komposit yang secara khusus dibangun dan divalidasi untuk konteks pasar modal Indonesia, sehingga sebagian besar penelitian masih mengadaptasi proksi yang dikembangkan untuk pasar modal negara maju.

KESIMPULAN

Berdasarkan sintesis kajian pustaka yang telah dilakukan, dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut. Pertama, sentimen investor merupakan faktor psikologis kolektif yang secara empiris memiliki pengaruh terhadap dinamika pasar modal Indonesia, baik terhadap return maupun volatilitas saham, sehingga tidak dapat diabaikan dalam analisis pergerakan harga saham yang hanya berbasis pada faktor fundamental semata. Kedua, pengaruh sentimen investor terhadap arah return saham menunjukkan hasil yang belum sepenuhnya konsisten antarpenelitian, dipengaruhi oleh perbedaan proksi pengukuran, periode data, dan metode analisis yang digunakan. Ketiga, pengaruh sentimen investor terhadap volatilitas return saham menunjukkan hasil yang jauh lebih konsisten dan robust di berbagai penelitian, dengan arah hubungan yang secara umum positif. Keempat, kekuatan pengaruh sentimen investor tidak seragam pada seluruh saham, melainkan lebih kuat pada saham-saham dengan valuasi subjektif tinggi, kapitalisasi pasar kecil, dan tingkat spekulasi tinggi, sejalan dengan proposisi teori keuangan perilaku.



SARAN

1. Bagi Investor: investor disarankan untuk tidak semata-mata mengandalkan momentum harga jangka pendek yang berpotensi dipengaruhi oleh sentimen pasar sesaat, melainkan tetap memprioritaskan analisis fundamental sebagai dasar utama pengambilan keputusan investasi jangka panjang, sembari memantau indikator sentimen pasar sebagai sinyal tambahan untuk mengelola risiko jangka pendek.
2. Bagi Manajer Investasi: disarankan untuk mengembangkan model manajemen risiko portofolio yang mengintegrasikan indikator sentimen investor, khususnya pada saham-saham dengan sensitivitas tinggi terhadap sentimen, guna mengantisipasi lonjakan volatilitas yang dapat memengaruhi kinerja portofolio secara keseluruhan.
3. Bagi Regulator dan Otoritas Pasar Modal: disarankan untuk terus memperkuat program edukasi dan literasi keuangan bagi investor ritel, meningkatkan pengawasan terhadap pola perdagangan yang berpotensi menjadi indikasi manipulasi pasar berbasis sentimen, serta mendorong transparansi informasi emiten guna mengurangi ruang bagi penyebaran sentimen yang tidak berbasis fundamental.
4. Bagi Penelitian Selanjutnya: disarankan untuk mengembangkan indeks sentimen investor komposit yang secara khusus dibangun dan divalidasi menggunakan data pasar modal Indonesia, dengan menggabungkan beberapa proksi sekaligus (misalnya volume perdagangan, rasio put-call, indeks kepercayaan konsumen, dan analisis sentimen media sosial berbasis kecerdasan buatan) agar pengukuran sentimen investor menjadi lebih akurat dan representatif. Selain itu, penelitian mendatang juga disarankan untuk memperluas periode pengamatan, membandingkan hasil antarsektor industri, serta menguji pengaruh sentimen investor secara terpisah pada kondisi pasar normal dan kondisi krisis untuk memperoleh pemahaman yang lebih mendalam mengenai dinamika hubungan tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Angraini, L. A., Hutasoit, N. S., & Ugut, G. S. (2022). Sentimen investor, faktor fundamental makroekonomi dan excess return pasar saham di Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 9(1), 27–34. <https://doi.org/10.26905/jbm.v9i1.7178>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Bumi, O. C. (2013). Volatilitas return saham di Indonesia: Pola dan perbandingan dengan Malaysia dan Singapura. *Jurnal BPPK*, 6(1), 61–74.
- Chan, K., & Fong, W. M. (2000). Trade size, order imbalance, and the volatility-volume relation. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 247–273.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738.
- Jogiyanto, H. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (11th ed.). BPFE.
- Nofsinger, J. R. (2016). *The psychology of investing* (5th ed.). Routledge.
- Qatrunnada, Z. S. (2024). Faktor yang mempengaruhi volatilitas return saham di Indonesia: Perusahaan LQ45. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 8(3), 2441–2452. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i3.2121>



- Rupande, L., Muguto, H. T., & Muzindutsi, P.-F. (2019). Investor sentiment and stock return volatility: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1–16. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1600233>
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton University Press.
- Sumani, S., Sandroto, C. W., & Mula, I. (2017). Perilaku investor di pasar modal Indonesia. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi dan Keuangan)*, 17(2), 211–228. <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2013.v17.i2.2250>
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan investasi: Teori dan aplikasi*. Kanisius.
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2021). Investor sentiment and stock returns: Global evidence. *Journal of Empirical Finance*, 63, 365–391.